

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)

MUA – 25.000 đồng



Luận điểm đầu tư

Năm 2015, MSR bắt đầu gặt hái lợi nhuận từ dự án vonfram Núi Pháo. Mỏ Núi Pháo là mỏ vonfram mới đầu tiên được phát triển khai thác và sản xuất thành công trong 15 năm qua, với trữ lượng quặng tiềm năng đã được chứng minh là 66 triệu tấn. Sở hữu 33% nguồn tài nguyên vonfram toàn cầu ngoài Trung Quốc, MSR bắt đầu khẳng định vị thế của mình trong hoạt động khai thác khoáng sản. Với nguồn nguyên liệu dồi dào, nền tài chính vững mạnh, cùng với chi phí sản xuất thấp, nhân công giá rẻ thì MSR luôn đảm bảo duy trì được hoạt động sản xuất ổn định. HĐQT MSR kỳ vọng đạt lợi nhuận khoảng 220-660 tỷ đồng năm 2016 và gấp đôi trong năm tiếp theo, dựa trên kỳ vọng giá vonfram đã ở đáy của chu kỳ giá.

- **Giá Vonfram đang ở đáy chu kỳ.** Thông thường mỗi chu kỳ biến động của vonfram diễn ra trong vòng 5 năm. Việc Trung Quốc buộc phải dỡ bỏ hạn ngạch, tăng cường xuất khẩu theo nguyên tắc WTO làm giá vonfram sụt giảm mạnh từ sau khi đạt đỉnh năm 2011, đặc biệt từ quý 4/2014. Bên cạnh đó, những tác động tiêu cực từ nền kinh tế Nga, Hy Lạp... khiến nhu cầu tiêu thụ vonfram tăng trưởng thấp và dẫn đến giá kim loại ngày càng giảm. Hiện tại, giá APT đang ở mức trên 200 USD/mtu, thấp nhất trong vòng 5 năm qua. Giai đoạn 2016-2018 được kỳ vọng sẽ cải thiện mạnh bởi nhu cầu tiêu thụ vonfram trên toàn cầu sẽ gia tăng.
- **Nguồn nguyên liệu dồi dào, chi phí sản xuất thấp:** MSR sở hữu mỏ có trữ lượng vonfram chiếm đến 1/3 trữ lượng của thế giới ngoài trung quốc. Nhờ vậy, hoạt động kinh doanh chính luôn được duy trì ổn định. Với ưu điểm là hệ thống mỏ lộ thiên, MSR sẽ chịu chi phí khai thác thấp hơn 10 lần so với những mỏ trong lòng đất.
- **Sản lượng khai thác gia tăng và KQKD liên tục được cải thiện:** Hoạt động sản xuất thương mại của Núi Pháo bắt đầu quý 1.2014. Năm 2015, MSR đạt DTT 3.163 tỷ, tăng 11,9% so với trước khoản lợi nhuận thuần phân bổ cho chủ sở hữu tăng hơn 223% so với năm trước. Dự án đã mang lại sản lượng kỷ lục, sản lượng vonfram tăng hơn 35% so với năm trước. So với năm 2014, sản lượng vonfram, florit và đồng đã tăng lần lượt là 24%, 112% và 31%; khối lượng quặng chế biến, tỷ lệ thu hồi của nhà máy đều tăng lên. Dự kiến các chỉ tiêu chính này sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2016.
- **Đầu ra của MSR được ổn định để có thể khai thác 100% năng suất.** MSR đã ký hợp đồng bao tiêu từ 7 đến 10 năm với HC Starck, 5N Plus Inc, CMC Cometal về các mặt hàng bismut, florit và vonfram. Các hợp đồng bao tiêu này có sản lượng bao tiêu gấp từ 2 đến 2.5 lần năng suất của MSR trong khi giá bán được thay đổi theo tình hình thị trường.
- **Công ty mẹ MSN có tiềm lực tài chính mạnh.** MSN có khả năng huy động vốn và tham gia tích cực các hoạt động M&A. MSR có thể gia tăng quy mô thông qua việc mua lại các mỏ khai thác tiềm năng trong thời kì các doanh nghiệp khoáng sản đang bị định giá thấp như hiện tại để tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn, gia tăng tầm ảnh hưởng trong thị trường Vonfram.

Source: MBS Research

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)

MUA – 25.000 đồng



- Tiberon Minerals Ltd 70%
- Thai Nguyen Minerals Company 15%
- Thai Nguyen Import-Export Development Company 7,5%

- Dragon Capital chi \$251 M
- Mua 78.3 M CP của Tiberon
- Giá 3.65\$/CP

- 2010 DC bán lại cho Masan M 130\$
- Masan mua lại toàn bộ 70% lợi ích tại dự án Núi pháo do DC nắm giữ và 30% còn lại từ NDT trong nước.



1990s

2007

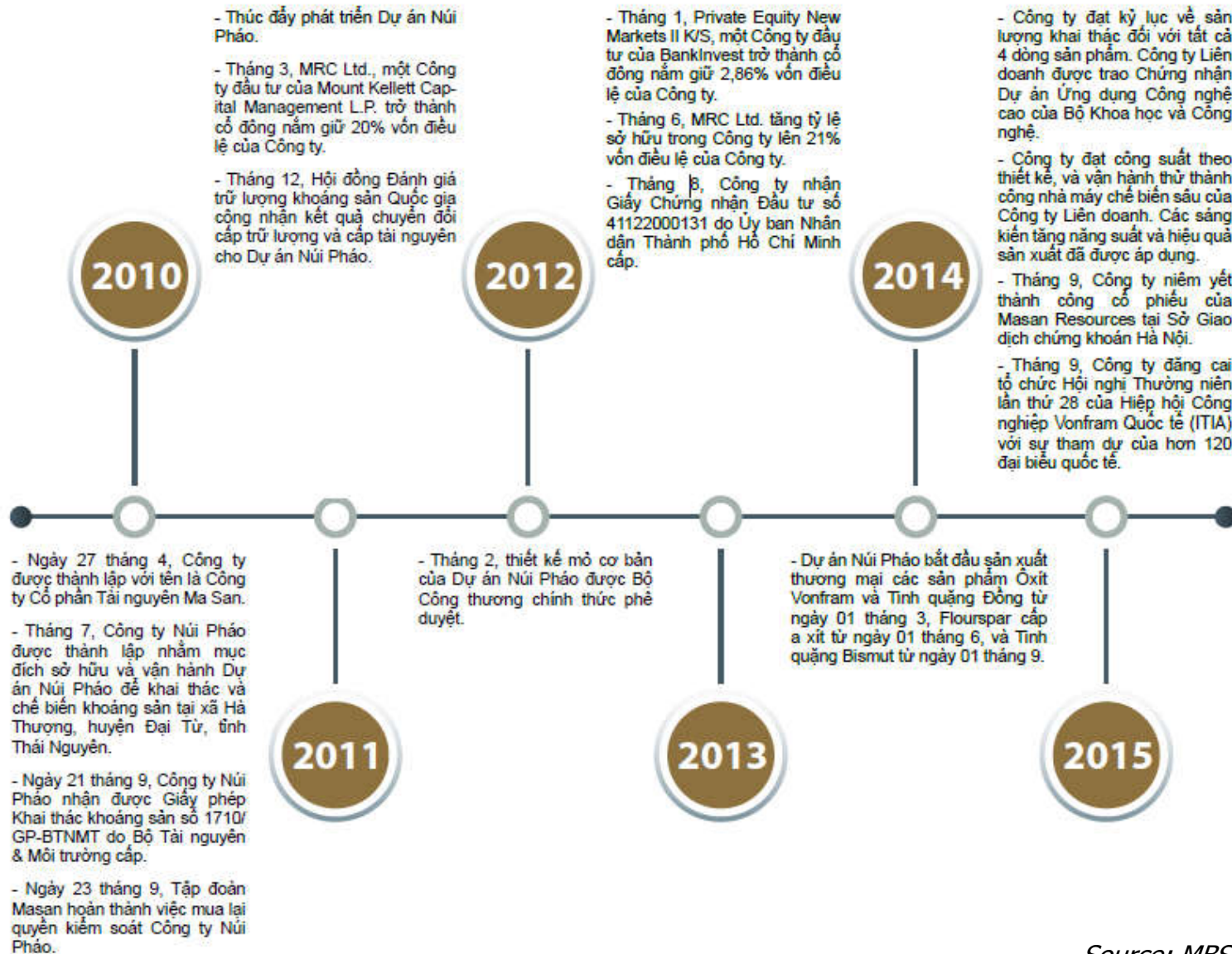
2010

- 1990, công ty khoáng sản Tiberon Minerals của Canada phát hiện ra khu vực Núi Pháo,
- Núi Pháo sẽ trở thành nhà cung cấp vonfram và bismut lớn nhất và nhà cung cấp florit lớn thứ 2 bên ngoài Trung Quốc.
- Tiberon Mineral nắm 70% CP trong liên doanh Nuiphaovica

02/2007
Tiberon Mineral bán cho Dragon Capital với giá 250 triệu USD.
Lợi nhuận 70 triệu USD.

2010, Dragon Capital bán lại cho MASAN, giá 130 triệu USD

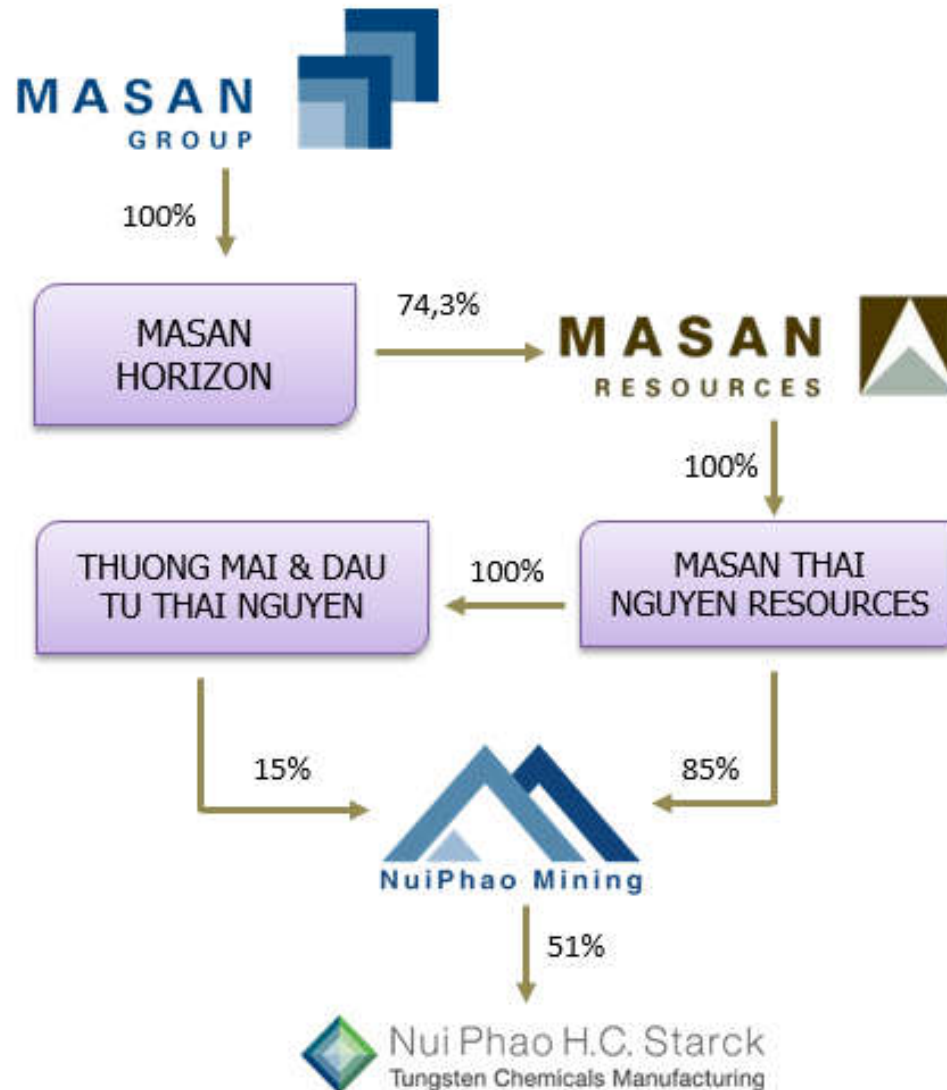
Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)



Source: MBS Research

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)

MUA – 25.000 đồng



Source: MBS Research

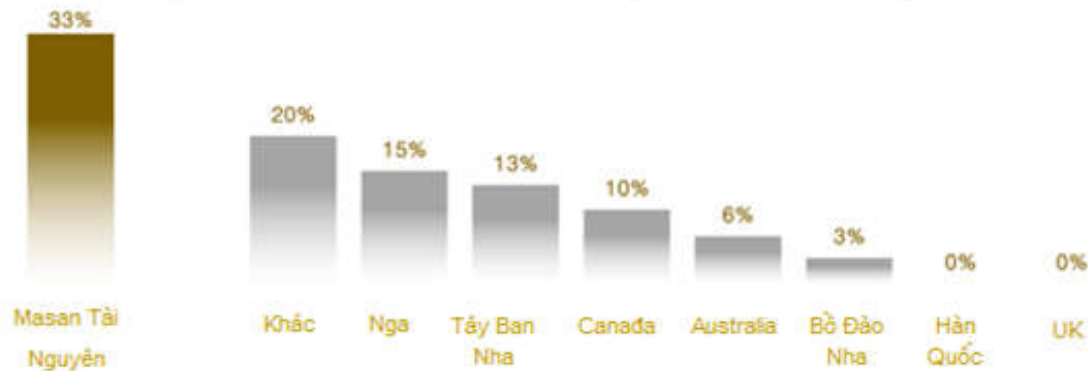
Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)



Công ty dẫn đầu có quy mô vượt trội



Thị phần Vonfram ngoài Trung Quốc



Hiện nay Núi Pháo đã hoàn thành chạy hiệu chỉnh và đang chạy hết công suất



Nguồn: Tungsten Stakeholder Forum, Ganzhou, 13/3/2015
Argus Media, argusmedia.com
Tungsten Sector Report, Edison Investment Research, 12/2014

Source: MBS Research

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)

MUA – 25.000 đồng



Một trong những mỏ vonfram có chi phí thấp nhất thế giới

Tỷ lệ bóc đất thấp 1.8

Nhiều quặng hơn cho cùng một khối lượng đất khai thác

Nhiều dòng doanh thu

Doanh số từ Florit, Bismut, và Đồng làm giảm chi phí sản xuất của vonfram

Địa điểm thuận lợi

Cách Hà Nội chỉ 80km đường bộ. Cảng Hải Phòng & Quảng Ninh kết nối Núi Pháo với thế giới.

Thân thiện môi trường, có vòng đời dài

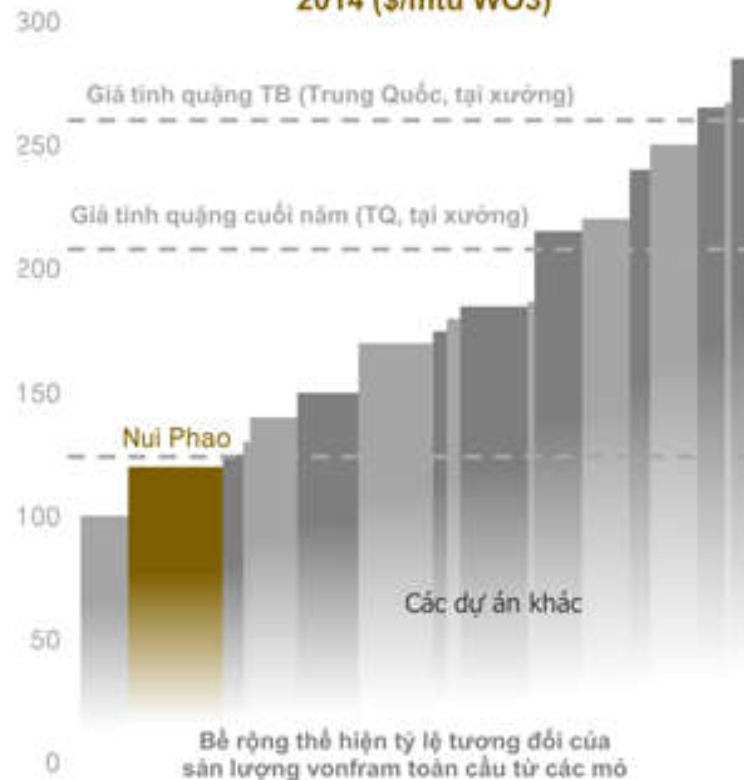
Thân thiện môi trường giúp hoạt động khai thác đơn giản và an toàn hơn trong gần 20 năm

Chi phí nhân công và dịch vụ ở Việt Nam thấp

Các kế hoạch cải thiện biên lợi nhuận của đội ngũ quản lý

ADN của Masan luôn tìm kiếm sự tương hợp và hiệu năng

Đường cong chi phí sản xuất toàn cầu, 2014 (\$/mtu WO3)



Nguồn: Tungsten Stakeholder Forum, Ganzhou, 13th March 2015
 Argus Media, argusmedia.com
 Tungsten Sector Report, Edson Investment Research, Dec 2014

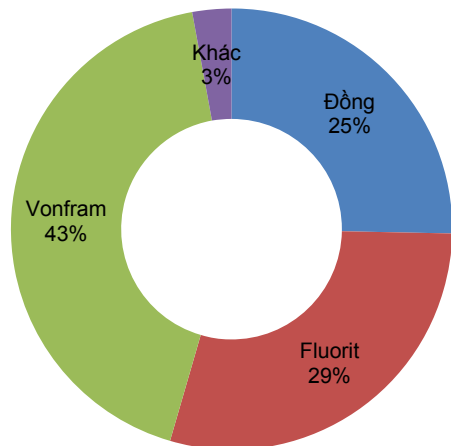
Source: MBS Research

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)

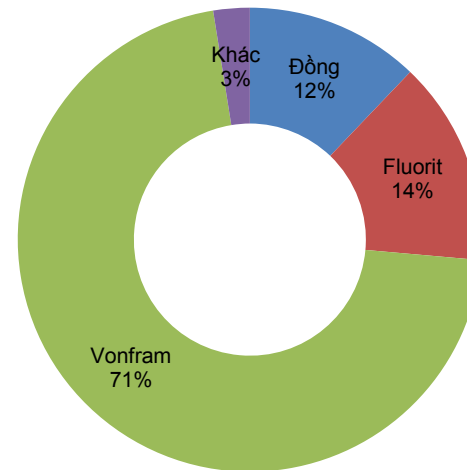
MUA – 25.000 đồng



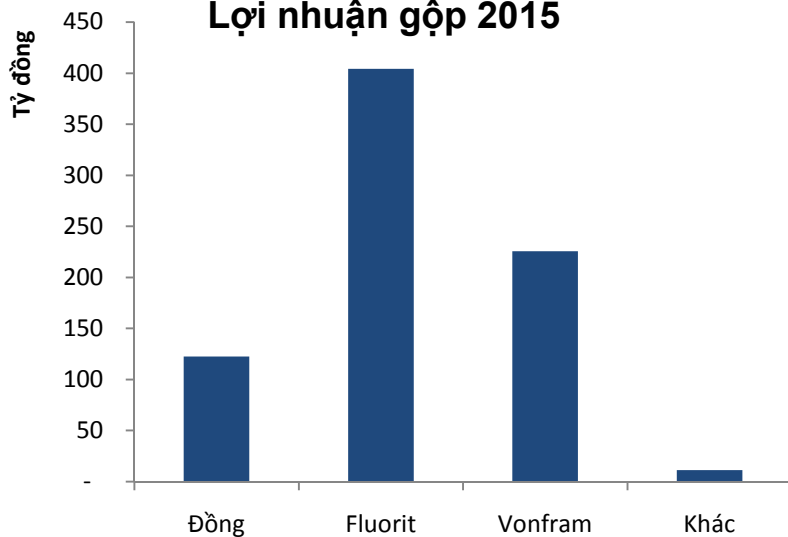
Cơ cấu doanh thu MSR 2015



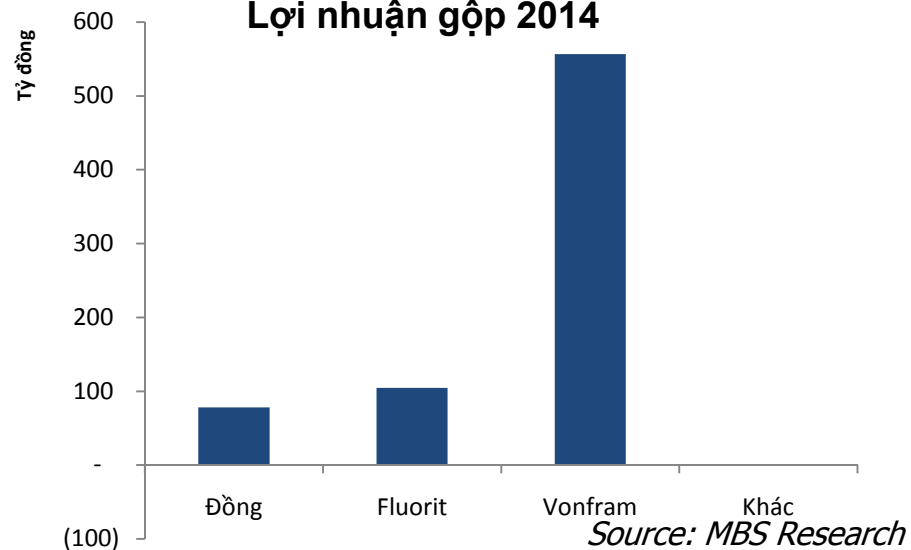
Cơ cấu doanh thu MSR 2014



Lợi nhuận gộp 2015

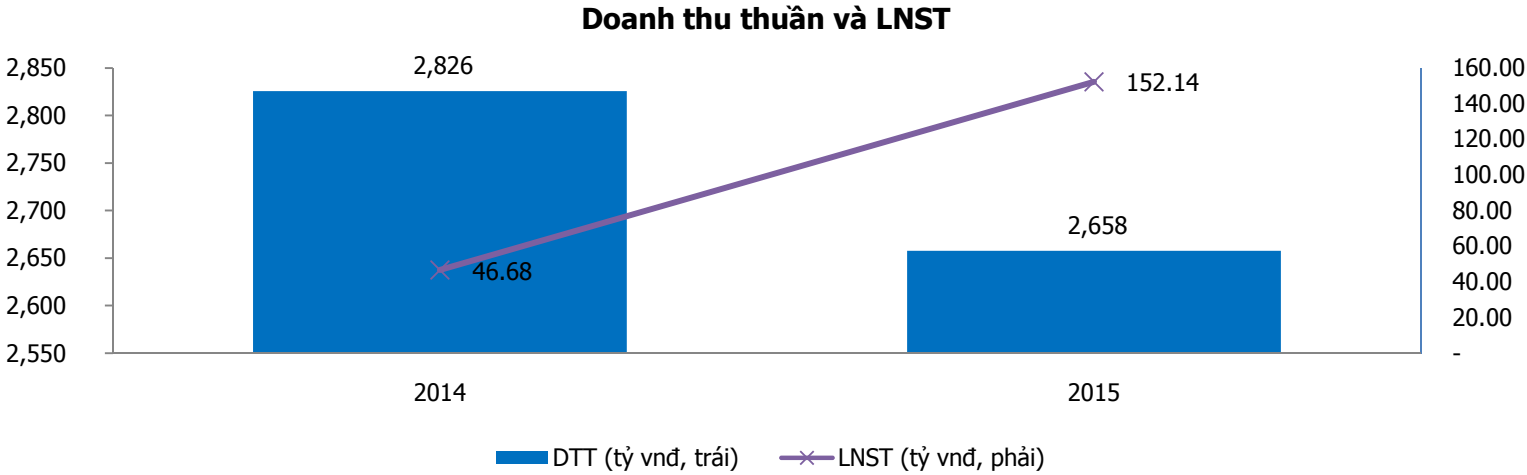


Lợi nhuận gộp 2014



Source: MBS Research

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)



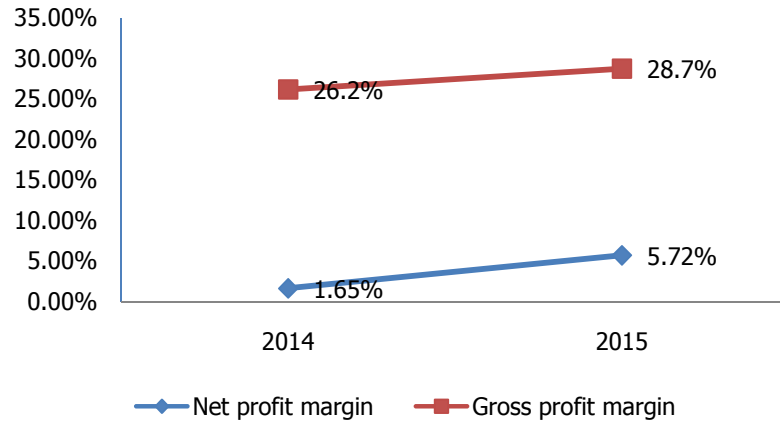
Source: MBS Research

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)

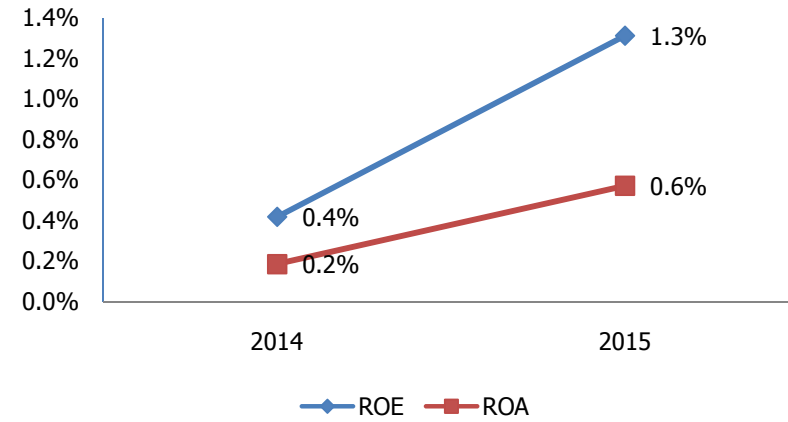
MUA – 25.000 đồng



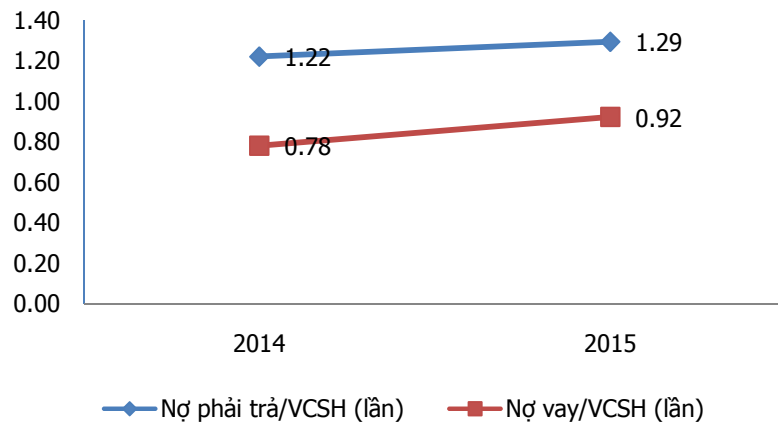
Biên lợi nhuận



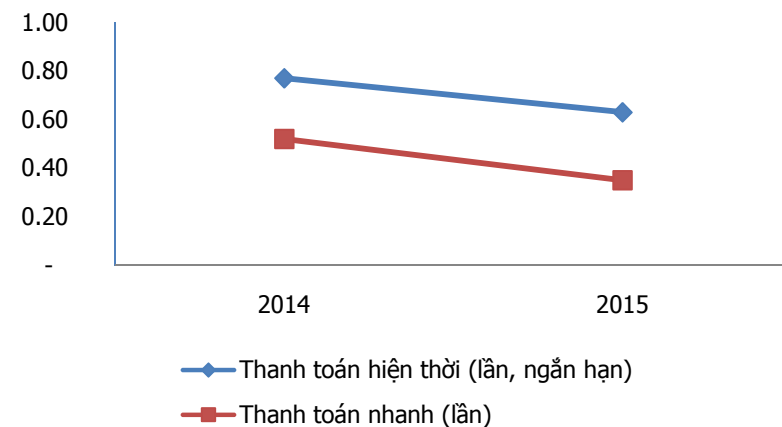
ROE & ROA



Đòn bẩy tài chính



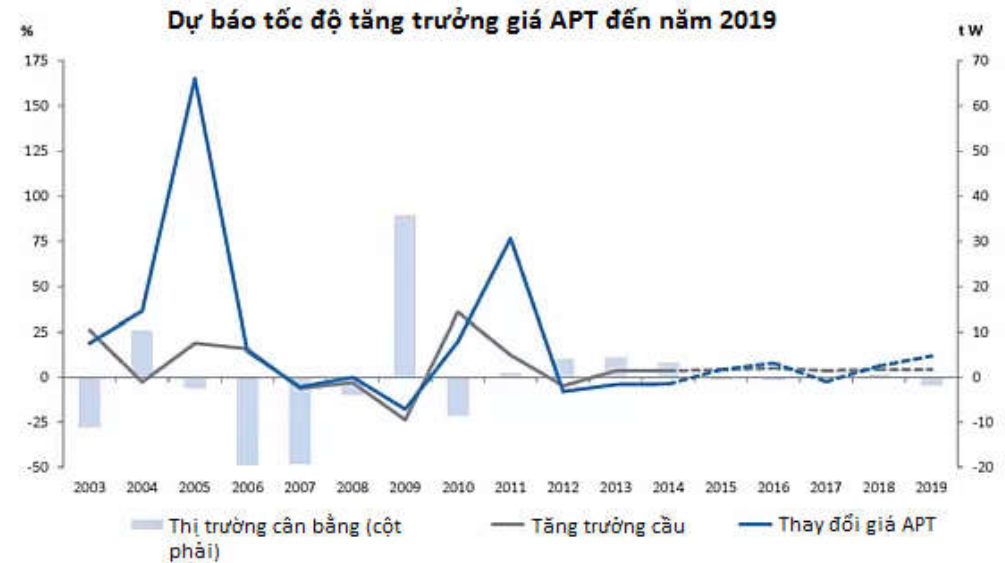
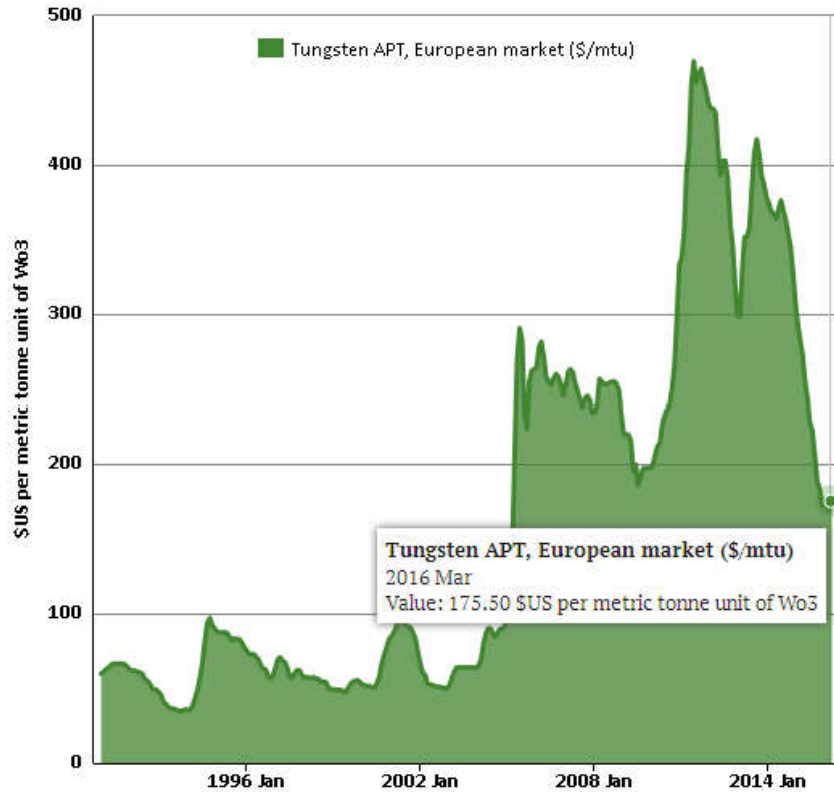
Khả năng thanh toán



Source: MBS Research

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)

MUA – 25.000 đồng



Source: MBS Research

Công ty cổ phần tài nguyên Ma san (MSR)

MUA – 25.000 đồng



Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp

Kết quả kinh doanh quý 1 năm 2016:

- Doanh thu thuần quý 1 của MSR giảm nhẹ gần 2%, xuống còn 806 tỷ đồng. Tuy nhiên, nhờ giá vốn hàng giảm hơn 17% đã giúp lãi gộp tăng 17%, đạt 255,6 tỷ đồng. Hoạt động tài chính có chuyển biến tốt, với doanh thu tăng mạnh 65%, lên mức 8 tỷ đồng. Dù vậy, con số này vẫn không thấm gì với khoản chi phí gần 211 tỷ đồng trong kỳ, phần lớn đến từ lãi vay. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý đều được cắt giảm mạnh 34% và 78% lần lượt dừng ở mức 29,6 tỷ và 18,8 tỷ đồng. Nhờ khoản hoàn nhập thuế hoãn lại hơn 6,5 tỷ đồng và phân phối khoản lợi nhuận âm hơn 5 tỷ đồng cho cổ đông không kiểm soát, lãi ròng của MSR tăng lên con số 11 tỷ đồng.
- Năm 2016, MSR đặt mục tiêu doanh thu từ 4.500 tỷ đến 5.100 tỷ đồng, tương đương với mức tăng trưởng từ 69% đến 92%. Theo đó, lợi nhuận sau thuế kỳ vọng có thể lên tới 660 tỷ đồng, tăng mạnh gấp 3 lần so với kết quả năm 2015, và mức thấp nhất sẽ tăng trưởng 45%, dự kiến đạt 220 tỷ đồng. Về hoạt động đầu tư, Công ty dự chi khoảng 800- 900 tỷ đồng cho một số khoản đầu tư lớn, chưa tính đến những thương vụ M&A tiềm năng. Phần đầu trong năm 2016, Công ty sẽ đạt sản lượng khai thác vượt 6.000 tấn nguyên liệu đầu vào, đây là mức khả thi và hoàn toàn có thể đạt được.

Định giá cổ phiếu

Chỉ tiêu	Giá trị (VND)	Giá trị (USD)
Vốn hóa	14,532,836,025,600	631,862,436
Tổng tài sản	26,607,706,897,000	1,156,856,822
Vốn CSH	11,595,134,409,000	504,136,279
Số lượng CPNY	703,544,898	
Vốn hóa/CP	20,657	
Book Value	16,481	
Bình quân	18,569	
Giá Mount Kellet	19,600	600,000,000

Tỷ VND	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu		2.825,7	2.825,7	4.500
LNTT			7,72	282
LNST			46,67	220
EPS (VND)			65	312
BVPS			16.117	16.481
P/E			55,02	60
Vốn điều lệ			7.035,4	7.035,4

Source: MBS Research